

“从紧货币政策”下一步剑指何方

“从紧”政策方向上已经明确,力度又要作适当控制,政府在政策工具上作哪些取舍呢?笔者以为,从紧货币政策的下一步路径是:在政策工具中,以数量型工具为主,价格型工具为辅;价格工具中,汇率为主,利率为辅;在政策倾斜方向上,以农村市场为主,城市市场为辅。

◎阮红新

2007年一年期存款利率从2.52%上调到4.14%,调高了1.62个百分点,存款准备金率从9%上调到14.5%,上调了5.5个百分点。如果是紧缩的力度更大,那么意味着一年期存款利率要达到5.76%以上,存款准备金率要达到20%以上。但国内外经济环境的不确定性限制了我国部分货币政策工具的操作空间。因为美元处于降息通道,目前人民币一年期存款与美元基准利率之间的差额已经达到1.89%。如果人民币利率上调到5.76%,那么,中美之间的利差将扩大到3.51%。市场预计美元基准利率将继续向下调整,甚至有可能达到1%,再加上人民币升值预期因素,在西方发达国家金融市场面临大幅度调整的环境下,国际投机资本将蜂拥而入进行无风险套利,这将给货币政策操作带来新一轮更大的冲击,其后果无法估量。因此,“从紧”是表明政策的方向,而不是力度。

方向上已经明确,力度又要作适当控制,政府在政策工具上作哪些取

舍呢?笔者以为,从紧货币政策的下一步路径是:在政策工具中,以数量型工具为主,价格型工具为辅;价格工具中,汇率为主,利率为辅;在政策倾斜方向上,以农村市场为主,城市市场为辅。

第一,数量型工具为主,价格型工具为辅。近年来,美元持续贬值,通胀压力上升成为全球性现象。而且,由于美国次级债危机和经济放缓的影响,全球经济运行存在进入下行周期的可能。一方面既要防通胀,另一方面又要密切关注国际经济形势,防止外部衰退对我国出口部门的冲击和经济增长速度迅速下滑,经济大起大落。而价格工具尤其是利率工具对其他经济变量的作用具有一定的滞后性,而数量型工具相对而言则灵活得多。无论是增加还是减少市场的流动性,中央银行居于主动的地位。

从国内因素看,信贷市场没有完全市场化,信贷需求对利率的敏感程度不高,需要保持一定的信贷控制。历史经验表明,政府换届容易导致地方政府的投资冲动和信贷规模失控。如果不能控制货币信贷的加速增长

趋势,通胀压力就会更大。

在数量型工具中,首先要考虑运用存款准备金率和央行票据手段对冲由于外汇储备增加带来的基础货币投放。对冲的规模,取决于外汇储备的增加速度,以及货币供应量的增长幅度。采用何种工具对冲,则要看金融机构的流动性状况、央行的对冲成本等因素而定。其次,加强对金融机构的窗口指导,引导信贷资金均衡投放也有利于中央银行实现货币信贷双稳定的目标。

第二,价格工具中,汇率为主,利率为辅。在美元利率下调,中美利差倒挂和人民币升值的条件下,资本必然流入。如果央行干预汇率,购进外汇,外汇占款和货币供应量增加;如果央行稳定货币而不干预外汇市场,外汇供给增加,人民币升值压力会加大,汇率也会发生较大的变化。在资本能够流动的条件下,货币目标和汇率目标是不能兼顾的,中央银行必须在利率与汇率之间做出选择。

从现实情况看,中美利差倒挂已经限制了人民币的加息空间,而美元利率还处于下降通道中,市场对于美

元还有进一步的降息预期,人民币持续加息会导致更大规模的套利资金内流,由此带来的货币投放会更多。与利率相比,汇率具有更大的灵活性。企业与银行的借贷合同一般有较长期限,利率如果频繁地上下波动,就会扰乱企业的预期,使企业在决策前无所适从;汇率则非常灵敏,无论是短期还是长期,可以根据市场供求关系和经济环境作相应调整。

汇率调整仍然有较大的空间。尽管汇改以来人民币兑美元已经有了一定程度的升值(累计升值14.5%,今年升值3.2%),但是由于美元兑其他货币汇率的变化,以及对比其他货币升值幅度,人民币对美元以外货币仍有较大余地。例如,人民币对日元、欧元今年分别贬值了11.8%和4.5%。欧盟是我国最大的出口目的地,日本是我国最大的进口原产地。可以考虑加快人民币对欧元和日元的升值幅度,这样既可以适当抑制对欧盟的出口,又可以用经济杠杆鼓励从日本进口,一定程度上消减外贸顺差的增长幅度。

第三,在政策倾斜方向上,农村市场为主,城市市场为辅。从紧货币政策并不是一刀切,而是要坚持“有保有压”的原则,对于局部市场做出特殊政策安排。换言之,在经济转型时期,货币政策并不仅仅是一种总量政策,还需要承担结构调整的重任,

这是我国与发达经济体所不同之处。具体而言,信贷资源应优先向农村市场倾斜。这样做的好处是双重的,既可以促进农业生产规模扩大,缓解粮食价格上涨压力;又可以活跃农村经济,促进农民增收。

在本轮物价上涨中,食品价格上涨是主导性因素。农村信贷资金规模的扩大有助于扩大农产品的供给,缓解粮食价格上涨压力;有可以活跃农村经济,促进农民增收。

在建立制度化的金融救灾机制,设立救灾贷款“专户管理”制度。建立健全政策补偿机制,加大财政政策和货币政策的配合力度。对金融机构因灾发放的贷款,中央财政给予一定的贴息,适当减免金融机构用于支持抗灾贷款的税收,及时核销金融机构因灾形成的不良贷款。

(作者系中国人民银行武汉分行副研究员,经济学博士)

从“路径依赖”看 美股和H股对A股的影响

◎张志前

自从美国发生次级债危机、美股及H股出现大幅调整之后,大家对A股市场的判断依据出现了一个新的变化。分析师和投资者每天早上除了像以往一样,要看看昨天夜间政府有关部门有没有出台新的政策外,还必须要看昨天美股和我国香港地区H股的收盘情况,以此来判断今天A股的走势,决定当天的操作。当这种状况成为一种“习惯”和“自然”,就有可能形成A股对美股和H股的“路径依赖”了。

诺贝尔经济学奖获得者诺思认为,“路径依赖”类似于物理学中的惯性,事物一旦进入某一路径,就可能对这种路径产生依赖。这是因为,经济生活与物理世界一样,存在着报酬递增和自我强化的机制。这种机制使人们一旦选择走上某一路径,就会在以后的发展中得到不断地自我强化。“路径依赖”理论被总结出来之后,人们把它广泛应用于选择和习惯的各个方面。在一定程度上,人们的一切选择都会受到“路径依赖”的可怕影响,人们过去做出的选择决定了他们现在可能的选择,不管是否具有充分和科学的理由,也不管这种影响因素是否还存在。

过去我国A股市场的走势既不受我国宏观经济形势的影响,没有表现出经济“晴雨表”的功能,也不与国外资本市场的走势有任何的相关,走出了自己独立的走势,具有明显的“中国特色”。2007年三季度之前,当大洋彼岸美国出现次级债危机,美国股市出现震荡和调整的时候,我国A股市场走势依然强劲。因为,大家非常清楚,由于我国资本市场没有开放,美国经济和股市与我国的经济和A股市场的关联程度很少。2007年三季度,由于受市场自身等因素影响,我国A股市场出现了调整,而此时也正是美国次级债危机的加深和扩展的时期,美股和我国香港地区的H股出现了大幅的调整。这时,人们很自然地开始关注美股和H股的走势,我国A股股民的心理受到了影响,对A股市场的高估值出现了怀疑。这时候,投资者越来越拿美股和H股与A股作比较,看美股和H股的脸色行事,结果造成我国A股对美股和H股的依赖。

美国次级债危机可能是形成我国A股市场对美股和H股“路径依赖”的原因,这恐怕也是我国股市受美国次级债危机的“传染”而留下的一个“后遗症”吧。然而,这种“路径依赖”一旦形成之后,大家就会逐步形成一种习惯。分析师和股民们每天早上就必须看看美股和H股昨天的收盘情况,否则就觉得心里没底。实际上近半年来,尤其是今年以来,在多数情况下,美股前一天的走势和香港H股指数的变化趋势和我国A股指数表现出非常明显的趋同性。有人曾经对最近一段时间的A股和美股及H股之间的联动性作了统计分析。结果表明,这三者之间具有明显的趋同性,不仅运行的方向上相同,而且波峰和波谷出现的次数和时间也大体上相同。在上证指数与提前一天的恒生指数和提前一天的纽约道琼斯指数的相关性分析中,更呈现出了显著的相关性,这说明美股和H股对我国A股市场具有引导作用,也就是我国A股市场对美股和H股正在形成“路径依赖”。

“路径依赖”一旦形成就很难改变,不管他有没有理由。惯性的力量会让人对这种选择不断地强化,并让你不能轻易摆脱这种依赖。正像“路径依赖”经典故事中的猴子,尽管受高压水枪训练的只是那群猴子,甚至后来已经没有了高压水枪和人的参与,它们仍然不敢去取香蕉吃。我国A股市场虽然没有受到美国次级债危机的直接影响,这种影响和对股市的危害也只是“看见”或“听说”而已,但是A股对美股和H股的“路径依赖”正在随着时间的推而强化。虽然,我国A股市场与美股和H股并没有直接的联系,美国次级债危机对我国的影响也主要是心理上的。我国宏观经济形势基本面仍然很好,我国政府也正在出台各种政策促进A股市场的健康发展。但是,我国的A股仍在看美股和H股的脸色行事。目前这种依赖还处于初级阶段,人们每天还要看我国政府的政策变化,A股走势有时也与美股和H股有所不同。可怕的是,这种“路径依赖”随着时间的推而还在强化,而且随着我国资本市场的对外开放,A股与国际接轨就更快了,A股走势可能更多地依赖于美股和H股了。对此,我们必须引起我们的高度重视,尽早摆脱这种“路径依赖”,促进我国A股市场健康发展。

医药分离 不是医改必要条件

◎曹东勃

公立医院至今仍占全国医疗机构的97%。公立医院一方面垄断了医疗的需求市场,一方面垄断了药品的销售市场——由医院控制的药品零售占全部药品销售的80%以上。药——医——患,医疗机构在整个链条上的双向垄断、双重嵌套的特殊地位,扭曲了正常的市场结构,使医疗市场的价格信号功能发生变化,显示的是供方(医生)偏好而非需方(患者)偏好,在资源的配置上造成“劣币驱逐良币”。

双重垄断的地位,使医疗机构有能力实施“以药养医”;而国家财政对公共医疗事业投资的不足,更使医疗机构有意愿实施“以药养医”;有关部门所出台政策的敷衍和暧昧态度,则相当于变相肯定和鼓励医疗机构继续实施“以药养医”。

对于这种局面,难道不是折返回去,简单地走向另一个极端,推行“医药分离”改革——将药房从医院剥离出去,禁止医院卖药就能够解决的么?且不说医药合一有其专业上的必要性,范围经济意义上的必要性,以及为患者提供医疗服务的便利性;在政府财政或者第三方资金没有对医院进行补偿承诺的情况下,贸然斩断医药之间的联系,无异于勒令医院裁员。这种涉及重大人员变动的改革,绝对不能打无把握之仗。还有一种变通性的提法,就是让医院将其药品收入上缴给上级主管部门进行管理,由主管部门对这笔收入并针对各医疗机构的资金缺口进行统筹返还。这个建议背后的意图更加可怕,实际是将游离于“医——药”零售利益链之外的卫生部门拉进这趟浑水,分食其利,官僚体制的惯性注定一旦获得好处再让其出让必定势在必行。

追根溯源,医改最关键的环节在医院对药品销售的垄断地位。走活这一步,满盘皆活。医院这种垄断地位的获得得益于政府的药品分类管理体制,它限定了处方类药物的专有销售权,处方类药物占到国内整个药物零售额的80%以上,又因为公立医院占到全部医疗机构的97%,所以,公立医院就控制着绝大多数药品的销售业务,不放开处方药零售权并允许社会药店销售处方药,不继续鼓励民营医疗机构的发展,不扩大公费医疗和医保定点医院的范围,则无法降低全社会对公立医院的依赖性,无法打破公立医院在药品批发和销售上的双重垄断定价地位,无法实现医疗机构所属药房与社会药店之间、公立医疗机构与民营医疗机构之间的有序竞争,看病难、看病贵、发改委推动的药品降价行动屡败屡战而药品价格屡升屡起的怪现状就难以改变。

当然,我也注意到一些医院早已开始主动改革,将药品收入压缩到40%、30%,这是很不容易的,由于同时维持着医疗服务的低价格而呈现出较强的竞争优势,也吸引了大量患者就诊。但这肯定不具有长期可持续性,因为整个市场的基本结构不会因为几家医院的自主改革而发生变化,反倒是推动改革的医院由于医务人员工作量的增大而收入水平未必提高相同的程度,长此以往可能导致人力资源的流失,对改革产生反感和抵触情绪。因此,对这种医改中的先行者,敬重之余,也不可估价过高、寄望过重。

要把上市公司利润留在股市

◎王力

股市一路下挫,人们在追问到底在何处,政府会否出手“救市”?近日,北京大学中国经济研究中心一位教授在接受采访时说:“我坚决反对用下调印花税率来激活股市。印花税率本身对股市的影响是非常有限的,基本宏观政策定下来以后,股市收缩是必然结果。既然政策这样定了,股民希望政府用政策来救市,政府应该是很难兼顾的。”

在股市持续下跌的当下,这种观点遭到投资者的反感在所难免。降低印花税率并非救市,而是对过高印花税率的一种纠偏。2007年,我国股票交易印花税率达2005亿元,比2006年增长约10倍,几乎相当于前16年征收的股票印花税的总和,而在2007年,我国上市公司分红总额在1800亿元左右。交易成本远高于分红总额,这种状况对股权投资偏好有着巨大的影响,即投资者入市的时候,目标不是获取红利而是赚取买卖差价。这在某种程度上也是造成我国股市波动剧烈的重要原因。

把上市公司利润留在股市,留给投资者具有非常重要的意义。表面上来看,印花税率拿走的只是投资者的交易费用,与上市公司利润并无直接的联系,但其造成的结果与留在股市的利润总额的缩减之间仍有数据上的对比,仍会得出分红不可求的结论。这会对追求价值投资的



漫画 刘道伟

人构成打击,使他们无法得到一个稳定分红的预期,进而产生不安全感 and 挫败感。一旦股市波动,风险就容易放大,追涨杀跌现象就容易成为常态。

在西方发达国家的股票市场,不少国家都有专门的法律条款,要求上市公司必须对投资者有所回报,通过分红向股市输血,让投资者共同分享上市公司利润。在这种市场中,投资者的获利预期是稳定而且明确的,只要实体经济不发生明显变化,投资者基本上都是长线持有股票为主。投资者买股票,就相当于拿到一张参与分享上市公司发展成果的凭证。因此,成熟的资本市场,其股价的波动是相对

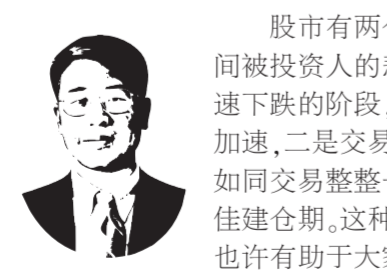
平稳的。

但是,把降低印花税率作为救市的工具,我认为也是不妥当的,降低印花税率乃是纠偏之举。两者的定位不同,产生的效果就会有所不同。如果定位于救市,就可能使得投资者以印花税率的变动来判断政府的态度,这其实是变相强化投机性;如果把降低印花税率当成一种纠偏之举,是为了降低交易成本,把利润留在股市,留给投资者,就会使投资者对价值投资的认同度提高,换句话说,就是鼓励投资者以价值投资和长期投资为主。

当然,把利润留在股市,留给投资者,并不仅仅限于印花税率的降低,还有一系列的措施可以采

■ 周榕专栏

“好汉坡”与“美人肩”



股市有两个时间段是特别危险的,一是交易时间被投资者的悲观情绪所压缩,在急速上涨或者急速下跌的阶段,每一分钟市值创造或者损失都在加速,二是交易量变化幅度大于总市值增减幅度,就如同交易整整一天,而以平盘报收一般,这往往是最佳建仓期。这种把时间看作最主要变量的分析方法,也许有助于大家抛开市场各种杂音去独立分析。

的讨论不绝于耳。到底是牛市中的调整,还是趋势的改变?对于未来股市的走向,我实在无法做出准确的预测,也不打算拨通老郭的电话去征求意见。我今天想谈谈有关股市操作心理的问题。

根据我的观察,股市有两个时间段是特别危险的,具体表现在指数的走势图,我将之定义为“好汉坡”和“美人肩”。大多数机构都落魄地倒在“好汉坡”上,而大多数散户则在“美人肩”上销魂。具体来看,沪深股市从2003年到2005年的三年间,股指从1600点跌到1200点,跌幅并不算大,时间倒是很长。德隆、华夏证券、南方证券等机构都是在这个阶段倒下去的。这个阶段的特点是:股指缓慢下跌,成交量逐步萎缩,

望我来预测现在市场是否呈现“美人肩”形态。我没有相应的理论来解释为什么股市会出现这样两种形态,我认为这只能归因于投资者的心理因素,毕竟,巴菲特说过:贪婪和恐惧是我们的敌人。

流动性其实是一个现象,而不是本质,股市上涨不是由流动性推动的,而是由信心推动的;投资者若有充分的信心,他们会愿意借钱去投资,因此,流动性泛滥的时期一定也是投资者信心膨胀的时期;股市下跌也不是因为流动性缺失,而是因为信心丧失,信心一旦丧失,股市或者楼市便会一路下跌,反而能够吸收大量流动性。如果我们现在迎来一次剧烈调整的话,大约就把10万亿左右的流动性永远地冻结在6100点的头上了。

如果某个股票只经历了10%的换手就涨了一倍,对于这个股票来说,投资者的热情就压缩了交易时间,同时也放大了许多流动性,更高的市值意味着需要更多的货币来表现这项资产的价值。因此,大凡股市暴涨的时期,大家看到的总是流动性泛滥,交易额增幅小于总市值的增幅。而当股市进入“美人肩”的阶段,大家就会看到交易量的萎缩幅度小于总市值的缩水幅度,很小一些交易量就把巨量资金套牢了。这个时候,交易时间也被投资者的悲观情绪所压缩。也就是说,在急速上涨或者急速

下跌的阶段,每一分钟的市值创造或者损失都是加速的,这个速度快于上市公司本身经营活动对股市涨跌的影响。

“好汉坡”的情况则相反,每一分钟的时间就像是被延长了一般。交易量的变化幅度大于总市值的增减幅度,就如同交易整整一天,而以平盘报收一般,这是一个最佳的建仓期。这样的分析方法也许有助于大家抛开股评家的言论,自己去独立分析,而时间则是其中最主要的变量。我希望大家在好汉坡的美人肩上出货,然后在好汉坡的尽头建仓。如果各位都能够实现这样的操作,本身就能够平衡时间的密度变化。

归根结底,金融学所理解的时间是有密度的,我们用单位交易频率所改变的市值来衡量这个密度,因此,时间不是一个均匀的量,也许,我们最终可以利用金融市场上时间的不均匀性,开发出一个以此为标的物的交易品种,那样我们就不用再担心股指的涨跌了:投资者只要做出多头或者空头的判断,然后买入单位份数的时间,就可以获利。

我现在常常想起那个给我许多鼓励的老教授迪克·鲍尔,他两鬓斑白,腿脚不灵,却比年轻人所及的敏锐思想和创造力。他曾经对我说:我们最终需要创造的交易品种是时间,时间是可以对冲,可以交易的。”从这个意义上讲,“好汉坡”和“美人肩”这两个形态都是符合“时间交易”思想的。